

Q2 收入保持增长，毛利率环比改善

海大集团 (002311.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年半年度报告: 公司实现营收 527.37 亿元, 同比+13.84%; 实现归母净利润 11 亿元, 同比+19.78%; 扣非后归母净利润 10.81 亿元, 同比+19.48%。
- **Q2 公司收入保持增长, 业绩略有下行。** 23H1 公司饲料、动保产品、农产品、贸易业务分别贡献 452.14 亿元、6.08 亿元、75.23 亿元、17.79 亿元, 同比+9.39%、-0.63%、+50.65%、-57.71%。H1 公司期间费用率 5.85%, 同比-0.22pct; 综合毛利率 8.86%, 同比+0.1pct。23Q2 公司收入 293.78 亿元, 同比+11.4%; 归母净利润 6.92 亿元, 同比-3.56%; 期间费用率 5.57%, 同比+0.06pct; 综合毛利率 9.23%, 同比-0.09pct。受猪价低迷影响, 公司业绩收到部分压制。
- **禽料销量增长突出, 特种水产料量利双升。** 23H1 公司饲料销量 1087 万吨 (其中对外销量 1004 万吨), 同比+12%, 市占率进一步提升; 饲料毛利率为 8.84%, 同比-0.14pct。其中禽料、猪料、水产料外销量同比分别为+8%、+22%、+1%。公司禽料量利双升, 主要得益于禽产业链从超长亏损周期底部恢复向上, 公司发挥技术优势抢占市场份额。公司猪料重点开拓具备养殖优势、生命力较强的家庭农场和规模场, 并初见成效。水产料方面, 公司产品结构优化明显, 其中特种水产料同比+19%, 且单吨利润稳定上升, 主要得益于产品力出众及完善的服务体系; 普水料销量同比-19%, 主要受行情低迷影响。
- **生猪出栏快增长, 养殖业务利润贡献承压。** 2023H1 公司出栏生猪 220 万头, 同比+38%; 实现收入 45.17 亿元, 归母净利润约-2.6 至-2.8 亿元, 主要受上半年猪价低迷影响。公司持续聚焦自有育种体系建设, 存活率、养殖效率等多项指标位于行业前列。考虑到 23 年 7 月下旬以来猪价呈上行走势, 公司生猪养殖业务盈利能力将改善。在水产养殖方面, H1 公司实现收入 6.75 亿元, 其中生鱼养殖实现收入约 4.31 亿元, 贡献归母净利润约-1.5 至-1.7 亿元。公司指定合理的养殖规划、提升生鱼市场流通经营能力及预制菜加工能力, 降低养殖风险; 同时依托现有体系化支撑, 适当扩大对虾养殖规模。
- **投资建议:** 公司为饲料行业龙头企业, 集产品、研发、服务于一体, 且饲料产能增长显著, 公司积极向 4000 万吨目标进发。但考虑到 H1 猪价低于预期影响业绩表现, 我们下调公司业绩预期, 预计 2023-2024 年 EPS 分别为 1.95 元、2.82 元, 对应 PE 为 23 倍、16 倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 动物疫病与自然災害的风险; 原材料供应及价格波动的风险; 生猪价格波动的风险; 政策变化的风险等。

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

市场数据

2023/08/28

| | |
|---------------|-------|
| A 股收盘价(元) | 44.40 |
| A 股一年内最高价(元) | 65.47 |
| A 股一年内最低价(元) | 43.98 |
| 市盈率 (TTM) | 23.4 |
| 总股本 (亿股) | 16.64 |
| 实际流通 A 股(亿股) | 16.63 |
| 限售的流通 A 股(亿股) | 0.01 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 738 |

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|-------|
| 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 2260.59 | 11946.87 | 13293.25 | 20384.17 | 营业收入 | 104715.42 | 119468.74 | 132932.52 | 148489.06 | | |
| 应收和预付款项 | 5069.19 | 5995.16 | 6547.73 | 7337.59 | 营业成本 | 95003.58 | 108699.37 | 118817.08 | 132557.74 | | |
| 存货 | 12625.08 | 13743.48 | 15281.03 | 16955.15 | 营业税金及附加 | 123.27 | 141.51 | 157.13 | 175.64 | | |
| 其他流动资产 | 1262.74 | 1325.00 | 1395.44 | 1476.83 | 销售费用 | 1980.99 | 2150.44 | 2658.65 | 2969.78 | | |
| 长期股权投资 | 315.18 | 315.18 | 315.18 | 315.18 | 管理费用(含研发) | 3295.06 | 3703.53 | 4519.71 | 4900.14 | | |
| 投资性房地产 | 26.86 | 26.86 | 26.86 | 26.86 | 财务费用 | 596.76 | 477.87 | 624.78 | 638.50 | | |
| 固定资产和在建工程 | 16310.80 | 14275.23 | 12239.65 | 10204.08 | 资产减值损失 | -51.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 无形资产和开发支出 | 1972.63 | 1703.01 | 1433.39 | 1163.77 | 投资收益 | 267.12 | 215.00 | 215.00 | 215.00 | | |
| 其他非流动资产 | 4394.71 | 4558.04 | 4671.36 | 4734.68 | 公允价值变动损益 | -25.95 | -1.60 | -9.71 | -7.01 | | |
| 资产总计 | 44237.78 | 53888.83 | 55203.89 | 62598.30 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 短期借款 | 2910.81 | 9560.68 | 1934.47 | 0.00 | 营业利润 | 3903.05 | 4509.42 | 6360.45 | 7455.25 | | |
| 应付和预收款项 | 10467.75 | 10708.57 | 12172.37 | 13408.79 | 其他非经营损益 | -80.32 | -55.59 | -63.83 | -61.09 | | |
| 长期借款 | 5066.41 | 5066.41 | 5066.41 | 5066.41 | 利润总额 | 3822.72 | 4453.83 | 6296.62 | 7394.17 | | |
| 其他负债 | 6442.70 | 6548.65 | 9593.13 | 12678.61 | 所得税 | 658.28 | 903.71 | 1213.17 | 1449.87 | | |
| 负债合计 | 24887.67 | 31884.30 | 28766.38 | 31153.81 | 净利润 | 3164.45 | 3550.12 | 5083.44 | 5944.30 | | |
| 股本 | 1661.16 | 1661.16 | 1661.16 | 1661.16 | 少数股东损益 | 210.30 | 297.80 | 396.89 | 475.62 | | |
| 资本公积 | 5300.06 | 5300.06 | 5300.06 | 5300.06 | 归属母公司股东净 | 2954.14 | 3252.32 | 4686.55 | 5468.68 | | |
| 留存收益 | 11351.12 | 14012.62 | 18048.70 | 22580.07 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 17824.91 | 20181.52 | 24217.60 | 28748.98 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1525.21 | 1823.01 | 2219.90 | 2695.52 | | | | | | | |
| 股东权益合计 | 19350.12 | 22004.53 | 26437.50 | 31444.50 | | | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 44237.78 | 53888.83 | 55203.89 | 62598.30 | | | | | | | |
| | | | | | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 2.62 | 2.43 | 2.44 | 2.52 | | |
| | | | | | 固定资产周转率 | 7.99 | 8.59 | 11.19 | 15.08 | | |
| | | | | | 应收账款周转率 | 56.56 | 52.04 | 52.40 | 52.16 | | |
| | | | | | 存货周转率 | 8.80 | 8.23 | 8.18 | 8.21 | | |
| | | | | | 资产负债率 | 56.26% | 59.17% | 52.11% | 49.77% | | |
| | | | | | 带息债务/总负债 | 32.05% | 54.75% | 44.01% | 43.51% | | |
| | | | | | 流动比率 | 1.22 | 1.54 | 2.36 | 3.10 | | |
| | | | | | 速动比率 | 0.49 | 0.90 | 1.37 | 1.96 | | |
| | | | | | 股利支付率 | 8.38% | 18.17% | 13.88% | 17.14% | | |
| | | | | | ROE | 16.35% | 16.13% | 19.23% | 18.90% | | |
| | | | | | ROA | 7.15% | 6.59% | 9.21% | 9.50% | | |
| | | | | | ROIC | 12.77% | 12.12% | 16.68% | 19.30% | | |
| | | | | | EBITDA/销售收入 | 5.83% | 6.13% | 7.02% | 7.03% | | |
| | | | | | EBITDA | 6108.69 | 7329.17 | 9327.11 | 10435.63 | | |
| | | | | | PE | 25.01 | 22.71 | 15.76 | 13.51 | | |
| | | | | | PB | 4.14 | 3.66 | 3.05 | 2.57 | | |
| | | | | | PS | 0.71 | 0.62 | 0.56 | 0.50 | | |
| | | | | | EV/EBITDA | 12.40 | 10.11 | 7.27 | 5.89 | | |
| | | | | | 股息率 | 0.34% | 0.80% | 0.88% | 1.27% | | |

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。证券研究从业 8+ 年，南京大学管理学硕士，曾供职于西南证券、国泰君安证券，2018 年加入银河证券。曾获 2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn